

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620061151017

UDC _____

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

次贷危机成因分析及其对中国的启示
——基于货币政策的视角

Analysis on Causes of Subprime Crisis and Lessons for China
——from the prospective of monetary policy

张 小 丽

指导教师姓名: 陈 国 进 教 授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于
年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

次贷危机已经演变为自 1929 年大萧条以来全球最严重的金融危机，其对全球经济的影响还在不断蔓延。基于货币政策角度，深入探析次贷危机的成因，对我国的货币政策调整具有重要的借鉴意义。本文首先对美国次贷危机发生、发展的演化过程、成因及其对美国的影响进行了系统论述。其中，次贷危机的成因包括政府监管缺位、金融产品创新过度 and 美联储的货币政策反向大幅度调整等。其次，引入 Allen-Gale 模型在理论上阐释了利率调整和信贷供给引发房地产价格泡沫的生成与破裂的内在机制，表明：低利率政策环境下，房地产市场繁荣，次贷需求旺盛，推动了房价泡沫的膨胀，从而刺激杠杆投资和放松信贷；而利率提高引发房价下跌，将导致贷款违约率剧增，并最终波及发放次贷的银行、购买抵押贷款支持债券的投资银行和购买担保债务凭证的保险机构和对冲基金等机构投资者，导致其资产缩水，直至破产解散。第三，结合相关数据，本文创造性地运用泰勒规则和回归分析方法对美联储低利率政策的适应性及其与房地产泡沫的关系进行检验。实证结果表明，美联储的低利率政策与反向大幅度调整分别是房地产泡沫生成和次贷危机爆发的重要成因。最后，本文基于美国货币政策调整与次贷危机的关系，总结了其对我国货币政策调整的启示，包括：货币政策应对房地产泡沫做出更为积极的反应；货币政策的调整应具适度性和前瞻性；资产价格的变化应纳入货币政策的考虑范围；货币政策的目标应尽量单一化；货币政策、财政政策和其它政策要协调配合。

关键词：次贷危机；低利率；房地产价格

ABSTRACT

The subprime crisis has turned into the severest financial crisis since the great depression in 1929, and its impact on global economy is still spreading. To analyze the cause of the crisis, based on a monetary policy perspective, is of great importance to China's monetary policy adjustment against asset price bubbles. This paper first reviews the occurrence, development process, and the cause of the crisis, as well as its influence on the American economy. In this part, we conclude that causes of the crisis mainly are absence of regulation, excess innovation of financial instruments, and Federal Reserve's harsh reversal adjustment of monetary policy. Then, we explain the internal mechanism of how changes of interest rate react on the real estate bubble. Using Allen-Gale model, we illustrate that with a low interest rate policy, the real estate market thrives so that the demand for subprime loan raises, expanding the housing price bubble, which stimulates leveraged investments and relaxation of credit. When interest rate raises, the housing price goes down, and default rate increase greatly. Consequently, related banks, investment banks, insurance companies, and hedge funds face massive loss in assets, leading to bankruptcy. Following is empirical study, in the way of the Taylor rule and regression analysis, on adjustability of Federal Reserve's monetary policies and its relation with bubbles in real estate. Results indicate that a low interest rate policy of Federal Reserve is a major reason for the housing bubble, and the reverse change of interest rate is responsible for explosion of the crisis. Finally, based on the relation between US monetary policies and the subprime crisis, this paper summarized some suggestions for China's central bank on adjusting monetary policies: monetary policies should act more actively to deal with real estate bubbles, adjustments of policy are supposed to be moderate and prospective, changes of asset price ought to be taken into consideration of monetary policy, objective of monetary policy should be simplex, monetary policy needs to cooperate with financial policy and other policies.

Keywords: Subprime Crisis; Low Interest Rate; Real Estate Prices

目 录

导 论	1
第一节 研究背景及问题的提出	1
第二节 相关研究的文献综述	2
一、侧重次贷危机成因的相关研究	2
二、侧重次贷危机带来的损失以及对世界经济的影响的相关研究	5
三、其他国内学者关于次贷危机的相关研究	6
第三节 研究思路、研究方法及论文框架	7
一、研究思路	7
二、研究的主要方法	8
三、论文的基本框架	8
第一章 美国次贷危机回眸	10
第一节 次贷危机的产生和演变过程	10
一、次贷危机的产生	10
二、次贷危机的蔓延	11
第二节 次贷危机产生的原因分析	12
一、储蓄与投资的失衡	12
二、金融产品的过度创新	12
三、监管制度的缺失	13
四、货币政策的制定	14
第三节 次贷危机对美国经济的影响	14
一、市场流动性下降	14
二、美国经济出现衰退	14
三、房价下跌	15
四、美元贬值	16
第二章 低利率、信贷扩张与次贷危机	17
第一节 利率政策、信贷供给与房地产价格波动	17

第二节 信贷扩张与次贷危机——基于 Allen-Gale 模型的解释.....	18
一、模型的假设条件.....	18
二、模型推导.....	19
三、结论.....	22
第三章 美联储利率政策与次贷危机关系的实证分析	24
第一节 美联储世纪初降息特点	24
第二节 美联储世纪初降息适应性分析	26
第三节 美联储利率调整与房地产市场的关系检验	29
第四章 次贷危机对中国货币政策调整的启示	34
一、货币政策应对房地产泡沫做出更为积极的反应.....	34
二、货币政策的调整应具适度性和前瞻性.....	34
三、资产价格的变化应纳入货币政策的考虑范围.....	35
四、货币政策的目标应尽量单一化.....	35
五、货币政策、财政政策和其它政策要协调配合.....	36
第五章 结 论.....	37
参考文献	38
后 记	40

Contents

Introduction	1
First quarter: Background and Questions.....	1
Second quarter: Summary of Related Researches.....	2
Part 1 Related Researches on the reasons of the US. Subprime Crisis.....	2
Part 2 Related Researches on the Losses and Influence on Global Economy of the US. Subprime Crisis.....	5
Part 3 Other Related Researches of the U.S. Subprime Crisis	6
Third quarter: Thinking, Methods and Structure.....	7
Part 1 Thinking.....	7
Part 2 The Methods	8
Part 3 The Structure.....	8
Chapter one: Review of the U.S. Subprime Crisis	10
First quarter: Birth and Development of the U.S. Subprime Crisis	10
Part 1 Birth of the Sumprime Crisis	10
Part 2 Development of the Subprime Crisis.....	11
Second quarter: Analysis of Reasones Causing Subprime Crisis.....	12
Part 1 Unbalance of Savings and Investment.....	12
Part 2 Excessive Renovation of Financial Products.....	12
Part 3 Lack of Supervision.....	13
Part 4 Formulation of Monetary Policy	14
Third quarter: The Impact of Sub-prime Crisis on US Economy	14
Part 1 Dramatic Drop of Market Fluidity	14
Part 2 Declining of U.S. Economy	14
Part 3 Drop of House Price	15
Part 4 Devaluation of U.S. Dollar	16
Chapter two: Low Interest Rate, Extension of Credit and Subprime Crisis	17
First quarter: Policy of Interest Rate, Supply of Credit and Fluctuation of House Price.....	17
Second quarter: Extension of Credit and Subprime Crisis——Based on Allen-Gale Model.....	18

Part 1 Assumption of the Model	18
Part 2 Derivation of the Model	19
Part 3 Conclusion	22
Chapter three: Empirical Analysis of the relation between Federal Reserve's Monetary Policies and the Subprime Crisis..	24
First quarter: The Patterns of Cutting Interest Rate	24
Second quarter: Analysis of the Adaptability of Interest Rate Cutting	26
Third quarter: Test of the Relation Between U.S. Monetary Policy and House Price .	29
Chapter four: Lessons from Sub-prime Crisis for China's Monetary Policy	34
Part 1 More Positive Responses of Monetary Policy to Real Estate Bubble	34
Part 2 Moderation and Prospection of Monetary Policy	34
Part 3 changes of asset price ought to be taken into consideration of monetary policy	35
Part 4 objective of monetary policy should be simplex	35
Part 5 Cooperation of Monetary Policy, Fiscal Policy and Other Policies	36
Chapter five: Conclusion.....	37
Reference	38
Postscript	40

导 论

2007年3月，随着美国第二大次级抵押贷款放贷机构——新世纪金融公司宣告破产，起源于美国的次贷危机终于爆发，并渐渐演变为自1929年大萧条以来全球最严重的一次金融危机。这场危机最初爆发于房地产市场，之后迅速蔓延，波及信贷市场、资本市场，继而冲击全球的金融机构与金融市场，并进一步蔓延到实体经济，导致全球资产价格严重缩水，社会财富骤减，消费支出下降或推迟，对能源、工业产品的需求也随之下降，从而造成全球生产和贸易大幅萎缩。本文主要基于货币政策的视角分析次贷危机的成因和对中国的启示。文章首先对次贷危机爆发、发展的全过程进行概述，继而从美联储利率政策和信贷扩张与次贷危机的关系角度分析次贷危机的成因，最后一部分是次贷危机对我国央行制定货币政策的启示。

第一节 研究背景及问题的提出

次贷危机的风险始于2001年，美国经济衰退发生后，美联储采取了一系列刺激经济的措施，实施低利率政策，促使房产价格一路攀升，继而形成了房地产泡沫。为了追求高回报率，在房市空前繁荣的情况下，各大金融机构开始忽略风险的存在转而追求更高的贷款回报。随着2003年美国经济的全面复苏，通货膨胀压力重新显现。美联储为此从2004年6月起两年内连续17次上调联邦基金利率。2005年夏天，房地产价格上升势头忽然中止；2006年，美国房地产市场进入了市场修正期，至8月房地产开工指数同比下降40%；2007年，美国住宅房地产销售量和销售价格继续下降，二手房交易量的下跌程度是1989年以来最为严重的，二季度整体房价甚至创下20年来的最大跌幅。与此同时，2004-2005年发放的次级抵押贷款合同，至2007年进入利率重新设定期，借款者面临的还款压力骤然增加，房价却仍在不断下跌。^[1]房地产价格下跌，购房者难以将房屋出售或抵押，随之出现大量违约，一系列的连锁反应使支付危机演变成流动性危机，大批金融机构倒闭，资本市场无法有效运转。

在经济和金融全球化的背景下，次贷危机通过贸易和融资渠道，从美国迅速传导至全球。美国次贷危机的爆发引起国际金融市场的动荡，全球股市一度出现了连锁性的下跌，而且，次贷危机并没止步，逐渐向实体经济蔓延，大有演变为经济危机的趋

势。为了防止危机深化和维持市场信心，各国政府纷纷出台各种货币和财政政策拯救经济，如2009年2月，美国国会以史无前例的速度通过了高达7870亿美元的经济刺激计划，欧盟通过了相当于2.5万亿美元的救市计划，中国政府计划在未来的两年内投入4万亿元人民币以抵御可能引发的更严重的经济危机冲击。虽有各国中央银行特别是美联储的强力干预，对金融机构实行大规模注资，以弥补流动性缺口，但是中央银行的注资只能解决暂时的和表面的问题，短期内延缓危机恶化，根本问题并没有得到解决。

那么，次贷危机是如何爆发的？美联储的货币政策在次贷危机的爆发过程中起到了什么样的作用？次贷危机对我国央行货币政策的制定有什么启示？这是本文要回答的核心问题。对次贷危机的成因从货币政策视角展开深入系统的实证研究和理论研究，一方面，有益于宏观经济学和现代金融学理论的创新和发展，具有理论意义，另一方面，通过认识次贷危机产生、发展和演变的全过程，总结次贷危机爆发的经验教训，既有益于我国央行根据国际最新宏观经济形势变化及时制定有效的货币政策来应对以弱化次贷危机对我国经济的冲击，又能为我国资本市场未来的适度金融创新和政策监管提供政策建议，因此，其具有重要的现实意义，这也是本文打算以后做进一步研究的方向所在。

第二节 相关研究的文献综述

伴随着次贷危机向实体经济的不断纵深传导，次贷危机已成为近期国际学术界中最前沿的热门课题。大量学者从不同的角度对次贷危机展开了广泛研究，主要集中在以下的研究中。

一、侧重次贷危机成因的相关研究

这方面的研究可以分为两类：一部分的专业人士把目光集中在了美国自2000年IT泡沫破灭之后的长期宽松的货币政策上面，并以此为起点展开对危机发生原因的分析。对于这一部分还可以再进行细分，其中一部分主张以低利率为起点，一部分人则主张以宏观经济基础为起点，另一部分专家则倾向于对金融部门本身所出现的问题进行讨论。

（一）以低利率为分析起点的观点

前世界银行负责经济发展的高级副行长兼首席经济学家、诺贝尔经济学奖获得者美国人约瑟夫·斯蒂格利茨（2007）在法国《回声报》上发表文章指出，美国当前的次级抵押贷款市场危机与过去所实行的低利率政策有关。他认为本轮经济上涨并没有太多受益于投资的回暖，而事实上由于 90 年代的过度投资，使得美国的经济复苏开始转向消费导向。这一增长模式在低利率条件下运转良好，但随着利率步入回调阶段并造成资产价格暴跌时，其先前积累的大量风险便会迅速释放。^[2]美联储前主席沃克尔认为，资产价格泡沫膨胀应归咎于美联储的纵容，而这集中体现在 2000 年至 2004 年这段时间美国极低的利率水平上。^[3]上述观点比较普遍，在国内比较有代表性的是何帆、张明（2007）和林毅夫（2008）。何帆、张明描述了次贷危机爆发的过程。2001 年美国互联网泡沫破灭，格林斯潘以低利率政策刺激消费和房地产需求使美国避免了萧条的危机，不过低利率政策导致房地产需求增加和泡沫的出现。而房地产泡沫破灭导致次贷危机，同时也使得财富蒸发、消费下降、经济出现了疲软、萧条。^[1]基于类似的分析，林毅夫认为，金融危机之所以发展到目前阶段，与美国政府没有很好的处理 2001 年互联网泡沫破灭有关。当时泡沫破裂美国经济陷入衰退，但那次衰退时间很短，原因就在于美联储用降息来刺激房地产经济，由此造成美国房地产市场一度高度繁荣，而代价是房地产泡沫是更大的泡沫，泡沫破灭以后就更难解决。随着 2006 年年初美国房地产泡沫破裂，次贷危机逐步显现，并愈演愈烈成为影响全球的金融危机。^[4]二者在逻辑上具有一致性。

（二）以经济基本面为分析起点的观点

另有一些经济学家在更基本的层面对次贷危机发生的原因进行了分析，他们认为次贷危机与美国过度消费的发展模式密切相关。美国政府利用美元作为国际货币的巨大优势，鼓励公众透支，大力发展债务经济，而庞大的债务赤字只能由顺差国支持。顺差国家成为捆绑在美元战车上的人质，不得不持有美元，购买美国国债等金融资产和大量出口商品来支持美国的高负债、高消费的经济的发展。

巴曙松，李胜利（2008）认为，全球性的经济金融结构失衡才是此次危机爆发的根本原因。首先，金融经济和实体经济的失衡增加了金融市场风险，危及全球金融体系的安全。大量的资本涌入金融市场使得金融部门和实体部门的失衡越来越明显。据统计，2005 年全球静态金融资产总量超过了 140 万亿美元，对 GDP 的比率从 1980 年的 109% 增加到了 316%。^[5]关于金融衍生品发展如此迅速的原因，李若谷、冯春平（2008）

认为，这是美国内外部经济失调的结果。进一步地讲，次贷危机从根本上说是次贷市场过度发展后的自我修正。由于美元在国际金融体系的中心地位，以及各国对美元资产的巨大需求，美国得以长期实行宽松的货币政策。但是，美国的巨额逆差造成了对应的经常账户盈余国持有大量的外汇储备剩余。当美国国债不能满足其需求时，在收益率和供给量上具有优势的衍生品市场便得到了快速的发展，次级债便是其中之一。但是，大量盈余美元对高收益的次债及其衍生产品的需求，超过了次债基础金融产品以及整个宏观经济环境所能支持的供给能力，从而形成泡沫。当基本面环境反转时，这些泡沫不可避免地破裂了。在这轮危机之前，美国政府对于巨额资本流入支持下的高消费高增长模式相当乐观，例如2006年总统经济报告中，认为假如美国能够利用这些资金来促进未来增长从而维持美国作为外资流入首选之地，那么美国可以无限期吸纳净资本流入。所以，问题的关键不在于外资流入规模而在于外资利用效率。如果外资能够促进投资、生产率和增长，则外资流入能够对美国 and 全球产生积极影响。但是，由于金融产品能带来远高于进行实业投资的收益，使得实业部门难以吸引大量的资金，导致美国实业经济并没有受惠于外资的大规模流入。^[6]黄海洲（2008）认为，上世纪90年代，美国经济获得了巨大的全球化红利，即全球新增5亿劳动力的人口红利以及IT革命红利等，从而倾向于过高估计经济增长潜力，过低估计通货膨胀威胁，过分相信货币政策制度和央行信誉。然而，当全球化红利在今年以来逐渐递减时，资产价格发生全面重估，而美国经济将会进入负实际利率、高通胀、低增长的新范式。

[7]

（三）关于信息不对称与次贷危机关系的观点综述

很多经济学家认为，由于现代金融市场存在大量信息不对称的问题，在监管缺位的情况下，次贷危机的发生是不可避免的。其中，比较有代表性的是Stiglitz（2007），他认为，提供虚假信息的动机和利益的冲突、承担过量风险、欺诈性行为是这次次贷危机爆发的三大原因。首先，由于公司的股票期权激励计划使得经理人可能获取极高的收益而不必为其损失负责，因而其提供虚假信息以及采取欺诈性行为的激励较强。其次，对于迅速发展的证券化业务而言，由于信息不对称的问题，即证券购买者对于标的资产的偿还可能性了解不充分，而证券化者的主要目的又是出售其“生产”的证券，这一倾向使其有动机进行欺诈性行为。事实上，证券化本身是要求基于未来可预测的现金流的基础之上的，而本次危机中，大部分的证券化业务显然并不满足这一要

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库